

# 転換点を迎えた人民元「国際化」 —人民元建貿易取引を牽引する背景—\*

鳥 谷 一 生

## 要 旨

本論文の目的は、2009年6月に始まった人民元建貿易取引とその決済勘定の受け皿となった香港金融市場における人民元建オフショア市場の発展について、既発表論文をベースに改めて整理し直すと共に、当時「一国二制度、三通貨」といわれたCNY、NDF、CNHという三つの人民元為替市場の関連について明らかにした。また論文では、人民元建輸出入取引が、人民元先高観を背景に、投機的差益の獲得を目論んだミスインヴォイス（misinvoice）に促される傾向にあったことを明らかにしている。だが、2011年後半以降、中国の国際収支も変調をきたし、これまでの人民元高政策を今後も引き続き推進することは、次第に難しくなっている。それと共に、人民元「国際化」策も、新たな金融規制緩和を講ぜねばならない段階となってきた。しかし、そのことは人民元を非居住者による投資と投機の波に晒すことを意味している以上、今後の展開についても注視が必要である。

キーワード：人民元、国際化、オフショア、香港

## I はじめに

2008年アメリカ発世界金融危機を契機に、2009年6月、中国政府は人民元の「国際化」に着手した。その背景には、2005年7月管理フロート制に移行したとはいえ、この間巨額の為替市場介入を行った結果、国内には過剰流動性が溢れる一方で、そのほとんどが米ドル建で保有されている外貨準備に巨額の為替差損を発生したことがある。かくて中国は、人民元「国際化」によって、国際決済取引における「脱ドル化」の道に舵を切ることになった。その最初の方策が、人民元建貿易取引の解禁であった。この措置に伴い、香港所在商業銀行には人民元建決済勘定—オフショア預金—が開かれ、その運用先として人民元建債券市場、いわゆる点心債市場が開設された。

しかし、2012年に入るや、主力輸出先である欧米経済の一段の減速化によって、同年夏を境に中国の国際収支も一つの転換点を迎えているようだ。それと共に、人民元「国際化」の「実

※本稿は、2012年度日本金融学会秋季大会（北九州大学）国際金融パネル「日中金融協力と国際システム」で報告した「人民元「国際化」と香港金融市場」及び2013年3月信用理論研究会関西西部会で報告した「転換期の人民元『国際化』」をベースに手を加えたものである。そのため、本稿の対象は2013年初めの時期までである。

験場」—前HKMA長官J. Yamの弁—となった香港金融市場も踊り場にさしかかっているだけでなく、香港金融管理局（Hong Kong Monetary Authority, 以下HKMA）自体が市場支援に乗り出して、今や香港金融市場内の人民元建流動性管理を行う中央銀行としての役割を果たしつつある。

筆者は、人民元「国際化」に関しいくつかの拙論を既に発表している<sup>1)</sup>。したがって、世界金融危機から2011年末までの人民元「国際化」の動きについては、参考文献・資料共々、そちらを参照して頂きたい。むしろ本稿は、既発表論文においても、必ずしも明確ではなかった人民元「国際化」策を読み解く論理を提示し、かかる論理をもって中国経済と国際収支の変調を受けて新たに打ち出されたいくつかの政策の意義について検討してみたい。

もとより、中国が人民元建の国際的金融資本取引及びこれに関わる為替取引を自由化していない以上、人民元の「国際化」とはいっても、凡そそれは画餅に過ぎないといえよう。しかし、当初紆余曲折を経ながら試験的に順次講じられた人民元「国際化」策も、世界金融危機の深化に伴う中国経済の状況変化につれて、一つの転機が現れつつある。本稿では、その転換期を2011年後半と差し当たり考え、そうした状況変化に合わせて、2012年夏場以降、人民元「国際化」策は第二段階に差し掛かったと考える。その具体的な一連の政策が、人民元建輸出取引の解禁、人民元と日本円との直接交換、非居住者向けオフショア人民元建預金・貸出・決済業務の解禁、そして台湾及びシンガポールでのオフショア人民元建預金・決済業務の開始である。

そこで本稿は、人民元「国際化」策を、さしあたり2011年後半を画期として第一期と第二期とに分け、まず第一期において進捗してきた人民元「国際化」策の歴史論理を説き、次に第二期において打ち出されてきた新たな「国際化」策の意義について考える。そして、今日ある中国の国際通貨金融戦略について、現段階において総括してみたい。

## Ⅱ 人民元「国際化」の始動と展開—第一段階—

### (1) オフショア人民元市場と為替取引制度

#### i. オフショア人民元市場と決済システム

人民元「国際化」策の嚆矢は、1997年東アジア危機の最中、国際的投機集団により手痛い打撃を受けた香港経済を下支えすべく、2004年中国政府と香港行政府との間で締結された大陸と香港のいわばFTA/EPA、CEPA（Mainland and Hong Kong Closer Economic Partnership Arrangement, 内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排）に求めることができる。これを契機に香港居住者は、香港所在銀行において人民元建預金口座を開設できるようになった。もっとも、人民元建預金の原資は主に大陸内居住者からの両替・送金（個人の場合の一日の取引限

1) 拙稿「人民元「国際化」と香港オフショア市場の役割—「国際通貨」論の観点から—」『大分大学経済論集』第62号第5・6合併号、2011年3月、「人民元「国際化」の現状と問題点」（山崎勇治・嶋田巧編著『世界経済危機における日本企業』ミネルヴァ書房、2012年、第15章所収）。

度額は各々2万人民元と8万人民元)であり、その他には、大陸居住者が香港観光等で落とした人民元が香港地場企業経由で預金を形成するケースが加わる。これが香港所在商業銀行に寄託された人民元建オフショア預金の始まりである。

さて、「内一外」分離型オフショア金融市場とは、一度国境を出てしまった当該国通貨流動性が、資本流出入規制・為替管理の観点から、原則的には本来国内に還流することを禁止された市場であることに留意すべきである<sup>2)</sup>。この原則に照らして第1図をみれば、大陸内取引先銀行から香港所在商業銀行の指定口座に送金振込みが行われる場合、国有四大商業銀行(中国銀行、中国建設銀行、中国商工銀行、中国農業銀行)が国内の取りまとめ銀行とし機能し、他方香港側では中国銀行(香港)が決済銀行としての任に当たり、双方を繋ぐ役割が中央銀行たる人民銀行の振替決済勘定であることが分かる。

しかし、大陸側オンショア市場と香港側オフショア市場との間の自由な資金流出入が為替管理下であって裁断されていたため、同じ人民元通貨でありながら、別々の為替市場・金融市場が形成されてきた。つまり、一国にして一つの通貨でありながら、二つの通貨流通決済システムがあり、現実には三つの為替相場制度が存続してきたのである。

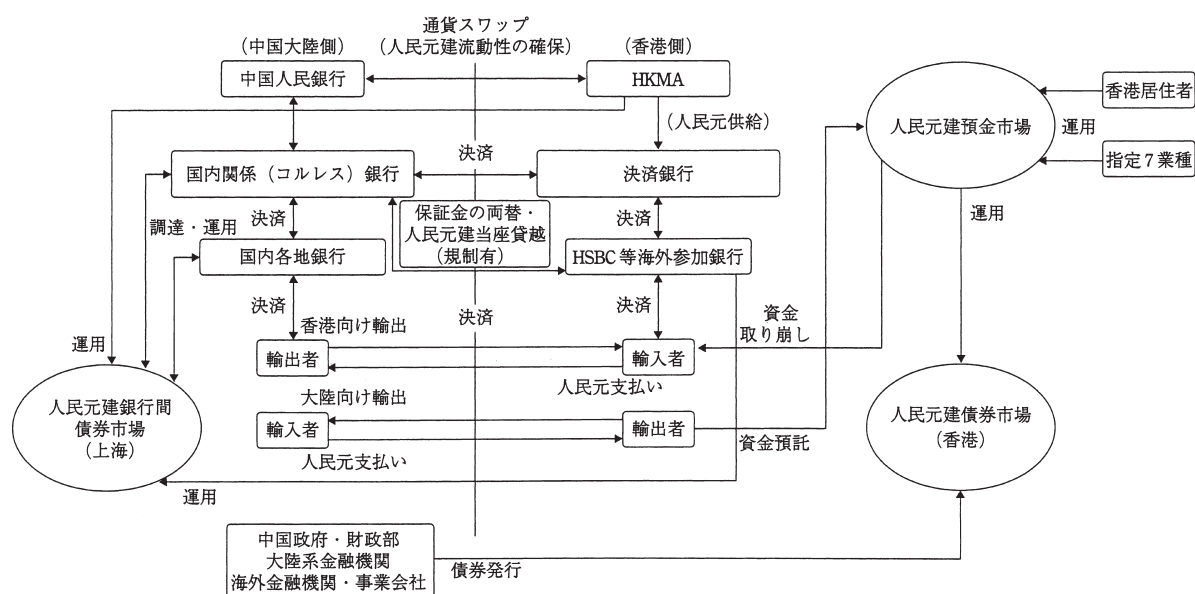
## ii. 「一国二制度、三通貨」

2008年秋のアメリカ発世界金融危機が発生して以降も、人民元の対米ドル為替相場は上昇基調にあって、その先渡相場は常に先高が見込まれてきた。もっとも、2005年7月の人民元為替相場制度改革以降にあって、人民銀行の介入先である上海交易センター(CFETS、China Foreign Exchange Center)の為替市場—同市場で建てられる為替相場がCNY(Chinese Yuan)—に、人民元の対米ドル先渡為替市場が存在し、為替リスク回避のヘッジ手段が用意されている訳ではなかった。なぜなら、上海CFETS市場での非居住者の為替取引は、原則規制下に置かれているからである。そこでこの空隙を埋めるべく発展してきたのが、香港における米ドル建決済のNDF(Non-Deliverable Forward)市場であった。

第1図の通り、大陸銀行間市場と香港銀行間市場の間に自由な資金決済ルートがない以上、香港所在商業銀行が人民元建為替資金調整を上海短期金融市場で自由に行うことは制度的に不可能であるし、非居住者たる同商業銀行が上海CNY市場で持高調整ができる訳でもない。そこで非居住者は、上海CNY相場を基準としつつも、独自に相場変動するNDF市場で人民元為替相場変動のリスク・ヘッジを行ってきたのである。NDFの場合、売買額面を直接取引するのではなく、事前に決められた決済日における取引価格と決済時の実勢価格との差額を米ドルで差金決済する通貨先物取引の一種である<sup>3)</sup>。中国為替管理当局もこのNDFに大いに関心を払

2) これに対し、本文中のような規制・管理が原則存在しないため「内一外」の区別がない「内一外」一体型市場がある。この場合、オンショア市場に対するオフショア市場という区別は失われており、総てオンショア市場ということになる。

3) 例えば、NDF市場で、1ヶ月後の1ドル=8元で先渡米ドル売(先渡人民元の買)のポジションを積み上げた後、決済日の直物為替市場で1ドル=7.5元となった場合、7.5元を売って1ドルを買い、この1ドルで8元を買うという取引を行ったと想定して、そこに差金決済利益が発生する。但し、先渡人民元相場が過度に高くなった場合、決済日においてそれだけ直物人民元相場が更に高くなると差金利益が



(注) 指定7業種とは、小売・飲食・宿泊・交通運輸・通信・医療・教育である。

[出所] 野村資本市場研究所『中国の人民元国際化に向けた動きに関する調査（財務省委託調査）』、2009年、40ページ  
 及びZheng, J., et. al., 'RMB cross-border trade settlement scheme: What are the potential implications?',  
 Economic Observatory, BBVA Economic Research Department, Sept. 2009を参考に筆者作成。

第1図 人民元建国際取引の概念図

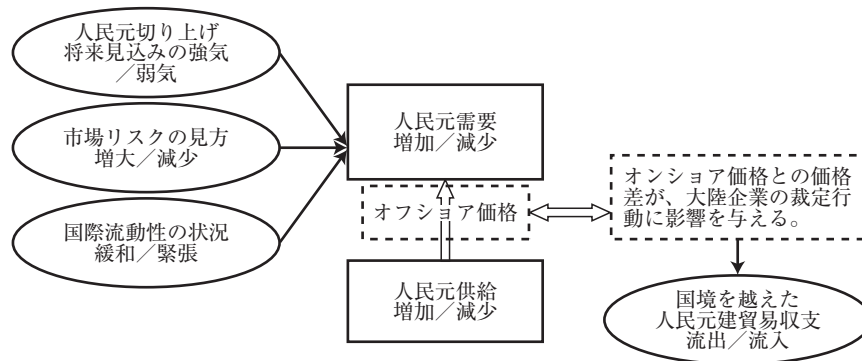
い、第2図の通り、CNYに対するNDFの相場乖離に対し、『2011年国際収支安定報告書』において、わざわざ「離岸（オフショア）市場」について囲み記事を設けてCNY—NDFの関係に論じている。また第3図は、上海CNY一年物先渡為替相場とNDF一年物為替相場の直物相場に対する乖離率である。2011年夏場まで、CNY先渡為替相場に比して、後者NDFでは一段の人民元先高予想として相場が成立していたことが分かる。

その後、2010年7月人民銀行とHKMAの認可の下、香港に海外投資家向けの人民元と米ドルとの為替市場（CNH: Chinese Hong Kong）が発足した。そのため、この時期以降、人民元にはCNY—CNH—NDFの三つの為替市場—これを指して「一国二制度、三通貨（One Country, Two systems, and Three Currencies）」ともいわれる—が並存してきたことになる<sup>4)</sup>。しかし、当時発足したばかりのCNH市場では、人民元自体の流通量が限定的であったことから、為替の出会いが付き難く、先渡市場が開かれたのも2012年9月になってからであった。そのためこの時期まで、管理フロート制下のCNY為替リスクに対するヘッジは、もっぱら差金決済のNDFで行われてきたのである。

出ないため、そこにリスクが発生する。そのため、場合によっては逆ザヤとなる場合がある。尚、ここでは単なる例ではあるが、「7.5円を売って」という取引は、これが7円となれば、収益は一段と増大することから、人民為替相場の先高観が蔓延する市場では、決済日時を更に遅らせるインセンティブが働くことになる。

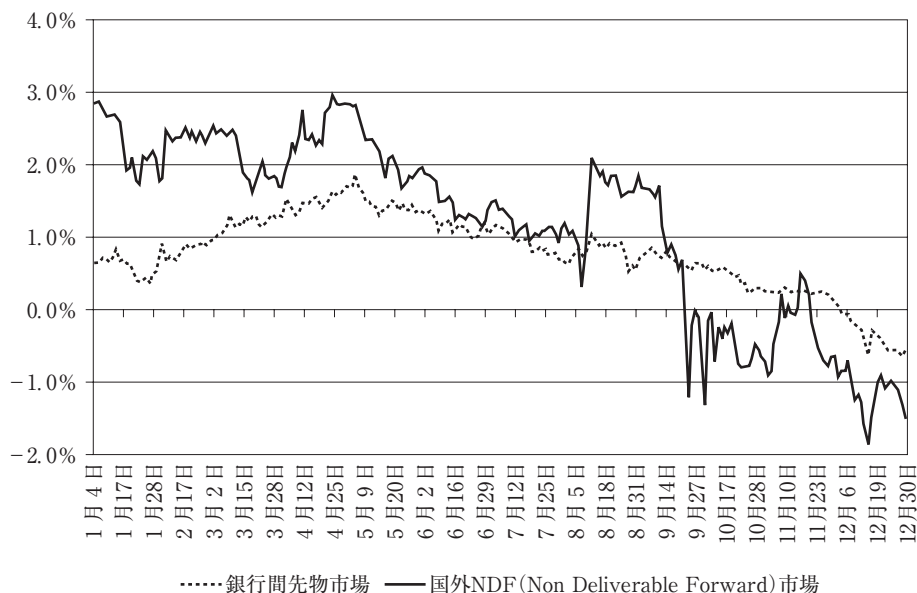
4) Izabella Kaminska, 'One country, two systems, three currencies,' *Financial Times*, Dec 03 2010.





[出所] 国家外汇管理局国际收支分析小组『2011年中国国际收支报告』、2012年3月、36頁。

第2図 オフショア価格の市場需給に影響を与える諸要因



(原資料) ロイター。

[出所] 第2図と同じ、37頁。

第3図 2011年国内外1年物人民元/対ドル為替市場の上昇予想

## (2) 人民元建貿易取引と香港オフショア人民元預金

### i. 輸入取引の人民元建化先行の論理

もっとも、人民元「国際化」とはいっても、この段階では次の三点に注意が必要である。第一に、2012年7月まで、オフショア市場たる香港で人民元建預金勘定を開設できたのは香港居住者に限られていた<sup>5)</sup>。第二に、貿易取引の人民元建化とはいっても、それは輸入取引先行で開始された<sup>6)</sup>。そして第三に、世界の国際経済取引の大部分が米ドル建である現実を踏まえ

5) 但し、自由で開放度の高い香港経済である。非居住者として香港現地に法人企業を設置すれば、簡単に現地商業銀行に人民元建預金口座を開設することができるのであり、この点直ぐ下で取り上げる。

6) SWIFT資料によれば、2011年6月現在、70カ国900以上の金融機関が人民元建取引を行い、その約81%が

ば、中国の国際取引とて、その実輸入取引は米ドル建取引であった。

このような諸問題を考えた時、人民元「国際化」とは何か。この段階では一向に判然としない。これについては、次のような説がある。すなわち、大陸側中国企業は、香港に現地法人を設置—中国の為替管理を回避できる—し、当該現地法人からの人民元建輸入という形式で中国国内取引先銀行から人民元建信用状L/Cを発行してもらい、これを香港現地法人に送付する。香港現地法人は、このL/Cを香港所在商業銀行に持ち込んで米ドル建で借入を行い、米ドル建輸入決済を行うのである。この場合、香港の人民元為替相場はCNH相場となり、それは上海CNY相場より若干高めに推移しているところから、上海CNY相場で輸入支払い決済するよりも有利となる。後は、輸入ユーザンス期間—通常3ヶ月限度—終了後に、大陸側中国企業が輸入額面金額の人民元を香港所在商業銀行の指定銀行口座宛に送金すれば、香港現地法人との間の支払い決済は完了する。

ところで、この問題を初めて論じたのは*Financial Times*誌の記者であるR. Cooksonである。彼は、SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) の資料を用いて、2011年に中国の輸入取引に関わる人民元建L/Cが初めて登場し、件数ベースでは0.6%ながらも、金額ベースでは4.0%で円建を上回り米ドル建、ユーロ建に次ぐ世界第三位にいきなりランク・インしたことに疑問を呈している。しかも、L/Cの送付先をみれば、中国→香港が全体の53.81%、中国→シンガポールが19.04%であった。これをHKMAの資料を使って、香港所在商業銀行の対中国向け (L/C担保貸出を含む) 貸出債権額でみると、2010年1月段階で僅か4000億香港ドル程度であったのが、2年後の2012年1月には3.5倍の1.4兆香港ドル強にまで急拡大していると指摘している。したがって、第4図に示される人民元建貿易取引の激増も、こうした論理に沿いつつ読むと理解できなくはない。

さて、上記の一連の取引の要衝は、人民元CNYの対米ドル為替相場に上昇圧力が常に加わっていることにある。そして人民元建貿易取引が輸入先行型で始まった理由もここにあるのであって、こうした構図を支えてきたのが中国の貿易収支黒字であった。これを前提に、先ず人民元建輸入決済を香港所在商業銀行預金勘定—人民元建オフショア預金となる—での決済に持ち込み、ドル建輸出の決済については人民銀行の為替介入が行われる上海CFETSで行い、人民元の対米ドル為替相場を管理下に置いてきたのではないか。

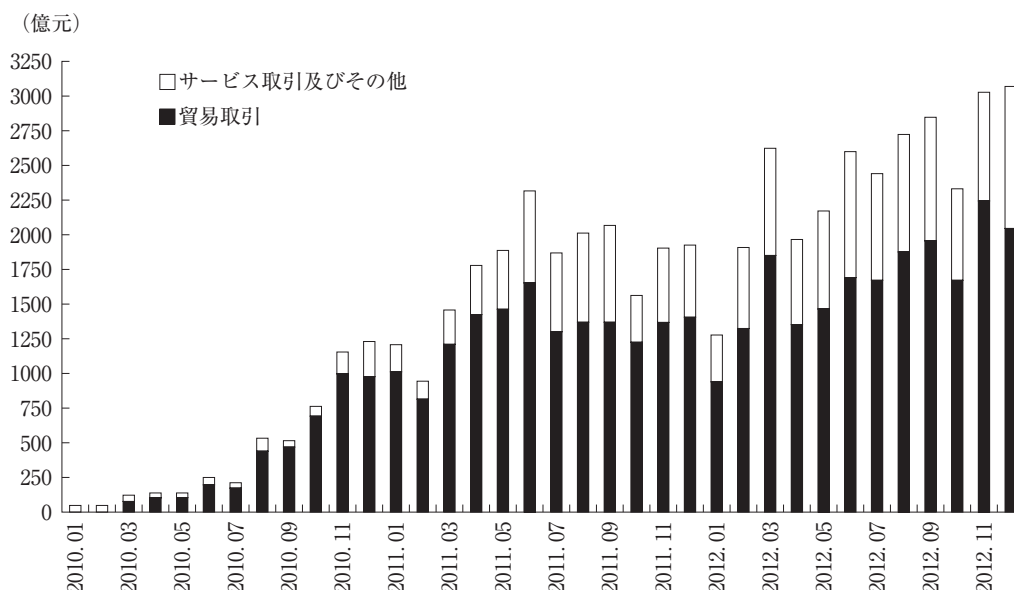
しかし、人民銀行の裁量による為替介入の成功は、諸刃の刃であろう。なぜなら、為替市場介入に伴う流動性供給に対するいわゆる不胎化・中立化政策が奏功しない限り、国内で蔓延する過剰流動性を倍化させてしまいかねないからである。

## ii. 香港人民元建オフショア市場預金とCNH市場

2009年7月に始まった中国の人民元建輸入取引は、その後地域的にも産業種・企業別の面で

---

香港経由であったという (SWIFT, RMB Internationalisation: Implications for the global financial industry, Sept 2011, p. 5)。



[出所] 中国人民银行『2012年第四季度中国货币政策执行报告』2013年2月、15頁。

第4図 クロスボーダー人民元取引の推移

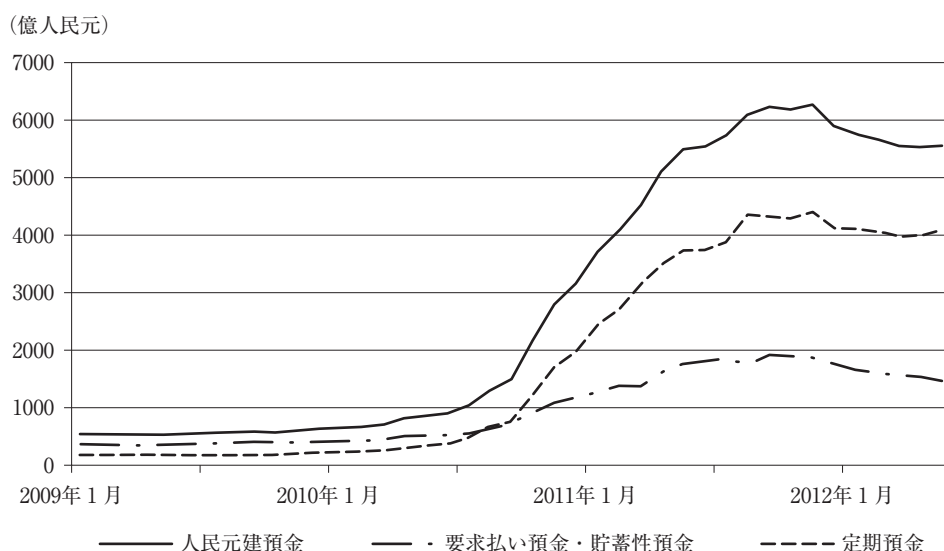
も次々と拡大していき、2011年8月には全国に拡大されていった。他方、2010年7月には香港居住者の人民元建預金高の上限規制が撤廃されたことから、香港に法人登録すれば、誰もが人民元建預金を保有できることになった。こうして世界の投機マネーは、米ドル或いは香港ドル経由で人民元購入に向かい、第5図の通り人民元建オフショア預金残高は激増、その過程でCNH市場も発展していった。

しかし、そこには大きな問題が存在した。それは人民元の流入ソースの問題である。この段階まで、流入ソースは次の二つに限られていた。一つは、大陸居住者からの人民元の送金・大陸居住者の香港旅行といったもっぱら消費的支出に伴う流入である。もう一つは、上に記した輸入取引の人民元建化である。しかし、現実には、これら二つの供給源だけでは、非居住者をも含む人民元建預金需要に応じることができない局面が度々生じた。

そこでHKMAは人民銀行と協議の上、次のような策をもって、人民元建オフショア預金需要に応えつつ、その一方で規制策も講じることで、オフショア市場の発展を促しつつも、その流動性供給の手綱はしっかりと握ろうとする政策に乗り出した。

第一は、香港所在商業銀行の人民元建貸付である。改めていうまでもなく、香港所在商業銀行にとり人民元はあくまで外貨である。そのため、人民元建預金債務を負った場合、人民元為替相場の変動から発生する為替リスクを直接被ることになる。こうした事態を回避すべく、当初HKMAは香港所在商業銀行に対し人民元建預金の100%準備率規制を課していた。つまり人民元建預金に関する限り、全額現金準備のナロー・バンクであった。

しかし、それでは香港の人民元需要には応えることはできないし、現地商業銀行としても資金運用・貸出による収益機会に制約が加えられていることになる。そこで2009年7月、



[出所] HKMA資料より筆者作成。

第5図 人民幣オフショア市場—香港人民幣建預金の増大

HKMAは従来100%準備率の規制を香港ドル建預金準備率と同じく25%に引き下げたのである。このことは、香港所在商業銀行に倍率4倍の人民幣建信用創造力を付与したことに等しいことになり、これにより非居住者からの人民幣需要に応えられる態勢を用意したのである。

もっとも、2010年12月末HKMAは、香港所在商業銀行の人民幣建ネット資産・負債残高差額—いわゆるネット・オープン・ポジション（NOP, Net Open Position）—をグロス資産額（もしくは負債額）の10%以内とする規制を課した。つまり、域内商業銀行が人民幣為替変動リスクに過度に晒されることに歯止めをかけるべく持高規制を行った訳である。

第二に、HKMAは2010年12月、もう一つのルールを併せて課した。すなわち、香港所在銀行が人民幣建貿易取引を行う対顧客取引に臨み、その結果保有することになった人民幣建持高を決済銀行たる中国銀行（香港）を相手に為替決済する場合、それは期限3ヶ月以内に決済される貿易取引に制限するとした<sup>7)</sup>。したがって、貿易取引以外の例えばCNH経由で入ってくる米ドルに対して人民幣を売り、この売り持ちポジションをスクウェアに持ち込むべく、中国銀行（香港）と人民幣買・米ドル売取引を行おうとしても、それはできなかった。したがって、この場合香港所在銀行は、別の銀行を相手に人民幣建為替ポジションの調整を行わざるをえず、これを為替で行う場合にはCNHで行うことになる。したがって、ここで留意すべきは、人民幣建オフショア預金が、世界の投機マネーの受け皿として無尽蔵に供給されてきた訳ではないということである。香港における人民幣建流動性供給の窓口は、中国銀行（香港）が握っていることには、十分注意する必要がある。

7) HKMA, Renminbi (RMB) cross-border trade settlement and net open position, Dec. 23 2010.



第三は、HKMAによる香港流通域内への人民元供給である。人民元建預金に対する需要が増大する中、2010年10月末、同年中人民元建貿易決済資金枠80億元分が使い尽くされて「枯渇」する事態が発生した<sup>8)</sup>。そこでHKMAは人民銀行と急遽協議を行い、既存のスワップ設定額2000億元から100億元を香港所在商業銀行向け融資枠として利用した。その後、HKMAと人民銀行のスワップ設定額は4000億元に増枠され、2012年6月中国・財政部は230億元の人民元建債券を香港債券市場で発行した。その内、20億元分は人民銀行とスワップ協定を締結している外国中央銀行の購入分とする一方で、HKMAはこれら人民元建債券を人民元建融資担保とした。こうして、これら人民元建債券は、香港域内における人民元建流動性調節の手段として機能するようになっていくばかりでなく、かかる人民元建金融調節をHKMAが行うようになった。

このようにみれば、香港における人民元建オフショア預金の源泉、いうなれば香港所在銀行にとっての人民元建マネタリー・ベースは、正に中国銀行（香港）に置かれた人民元建決済勘定残高にあるし、人民銀行とのスワップ協定の下、HKMAが行う流動性調節は、人民元建流動性の過不足調整弁として機能している。

もっとも、ここで再度注意を促しておくべきは、人民元建貿易取引が始まってからも、香港所在商業銀行に人民元建預金口座を開設できたのは香港居住者に限定されたことである。したがって、輸入取引の人民元建化とはいっても、その支払い相手先もまた香港居住者或いは少なくとも香港所在銀行に決済口座を開設可能な取引相手でなければならなかったことは、上に記した通りである。加えて、輸入取引の人民元建化とはいっても、人民元で輸入代金を受け取った非居住者が、これを中国からの輸入（＝中国の輸出）決済に自由に利用することはできなかった<sup>9)</sup>。したがって、香港所在銀行に人民元建預金残高がいかに増えようとも、当初その使い道・運用先がなかったのである。

### iii. 点心債市場と人民元「還流」

そこで2010年2月、人民銀行とHKMAは取り決めを結び、人民元建債券の発行主体を香港及び海外経済主体にまで拡大し、上記の通り、同年7月には香港居住者に限ってではあるが、人民元建口座開設の自由化と口座間振替の規制緩和が実現した。こうして、オフショア預金として流出し香港所在商業銀行に積み上がった人民元建預金の運用先として、人民元建債券（点心債、Dim Sum Bond）の発行・流通が可能となっていったのである<sup>10)</sup>。

これに対し、香港の発券銀行でもあるイギリス系旧植民地銀行HSBC、Standard & Chartered銀行はもとより、アメリカ系Bank of America、J. P.モルガン、シンガポール系DBS等々、世界中の銀行が香港現地法人を設立して人民元建預金を受け入れ、或いは自行勘定で人

8) 「枯渇」してしまった理由は、上のCNHの取引から理解できよう。

9) この取引を自由に行った場合、香港所在商業銀行に開設された人民元建預金勘定と中国側の輸出企業が大陸内銀行決済勘定との間で預金振り替え決済が行われなければならない、これを認めれば、大陸側と香港側との間でonshoreとoffshoreとの区別は失われる。

10) 香港での人民元建債券発行の第一号は2007年の中国国家開発銀行による起債であった。

民元建債券を購入していった。また、世界大での資金運用を宣伝文句とする投資信託もまた人民元建債券を投資先に組み込んでいったのである。

もっとも、ここで注意すべきは、いわゆる点心債発行自体が国务院・証券監督管理委員会の承認を必要とし、債券発行手取り金の大陸内還流については、人民銀行・銀行業監督管理委員会等の厳格な管理下に置かれていることである。しかも、点心債発行による人民元建手取り金は、国際取引で自由に使える訳でもなく、原則大陸内に回金して使うしかない<sup>11)</sup>。したがって、この間相次いで発行されてきた点心債ではあるが、上のような管理・規制下において発行された債券の手取り金は、一旦オフショア預金として出て行った人民元を、中国政府当局管理下において再び大陸内に「還流 (recycling)」させることに他ならない。そして、これをもって人民元の「国際化」というのであれば、その実態と実質において、多大な疑問を抱かざるを得ない。なぜなら、非居住者による点心債発行は不可能だからである。ところが、点心債発行により、債券発行体である大陸内企業の財務リスクは非居住者に転嫁され、そのリスクは、点心債を運用先に組み込んだ投資信託等を通じ、いまや世界的に拡散しているかと考えられる。加えて、債券発行による人民元建手取り金が、上海CNY市場の為替相場に比してより有利な香港CNH市場で米ドルに換えられて保有されるとなれば、それは発行体にとり、為替差益さえも生み出すことになっていることに留意せねばならない。

#### iv. 香港人民元建オフショア市場の金融決済システム

こうして、2009年に始まる人民元「国際化」策は、オフショアたる香港市場での人民元建預金と点心債を軸に大きく発展してきたとはいえ、その背後に規制の網の目を掻い潜るかのようにして展開する投機と裁定の取引機会を見逃すことはできない。そして、ここで改めて留意すべきは、人民元建預金残高の増大であれ点心債発行残の増大であれ、香港における人民元建流動性の源泉は中国銀行（香港）にあるという点である。つまり、中国銀行（香港）は香港オフショア市場における人民元建マネタリー・ベースの蛇口を握っていることになる。

その上で、HKMAの持高規制の下、香港所在商業銀行には人民元建預金残高に対し4倍の信用創造力が与えられ、そこに香港オフショア市場独自の人民元建インター・バンク市場金利も形成されてきた。またCNH経由で入ってきた米ドルが人民元に交換されれば、その為替ポジションをスクウェアに持ち込むため、改めてCNHの直物・先渡市場が関係してこよう。しかし、いずれであれ、その源泉は中国銀行（香港）にあり、北京の人民銀行は、CNYに対するCNHの乖離幅、CNYに対するNDFの乖離幅の双方を睨みつつ、CNY為替相場水準をこれまでコントロールしてきたのである。

以上が、人民元「国際化」の第一段階である。

しかし、冒頭に記した通り、アメリカ発世界金融危機は深刻度を深め、2011年後半以降、中

11) もっとも、点心債発行による人民元建手取り金を、上海CNY市場の為替相場より有利な香港CNH市場で米ドルに換えて保有することもできよう。但し、こうした取引を非居住者に認めた場合、彼らには人民元投機売り攻撃のためのいわば実弾が渡されたことになる。

国の輸出減と国際収支の軟調化、ホット・マネーと思しき国際短期資本移動の流入から流出への転化というように、人民元高を支えてきた対外的環境も大きく変化してきた。他方、世界金融危機後打ち出された4兆元規模の公共投資の景気刺激効果が鎮静化してきたところで、新たに打ち出された追加的景気刺激策は過大な公共投資・設備投資・住宅建設となって現われ、今やマクロ経済的需給の不均衡が蓄積されつつある。

そこで次節では、こうした中国経済の対内・対外経済環境の変化について分析し、人民元「国際化」策の第二段階について考察するとしよう。

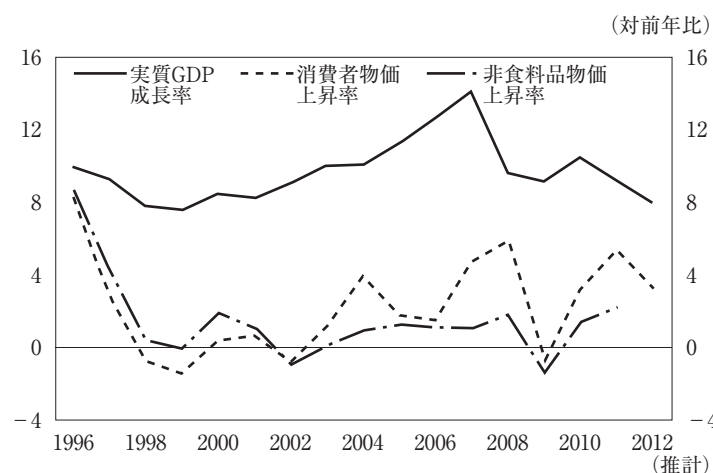
### Ⅲ 転換期を迎えた人民元「国際化」—第二段階—

#### (1) 減速する中国経済と国際収支構造の変化

2008年秋のアメリカ発世界金融危機勃発は、2001年末のWTO加盟を契機に、外資導入・輸出指向型経済戦略の下、高度経済成長を疾駆してきた中国経済に大打撃を与えた。当時クリスマス前の輸出繁忙期にあった広東省等では、いわゆる農民工を含む大規模解雇・リストラが相次いだ。

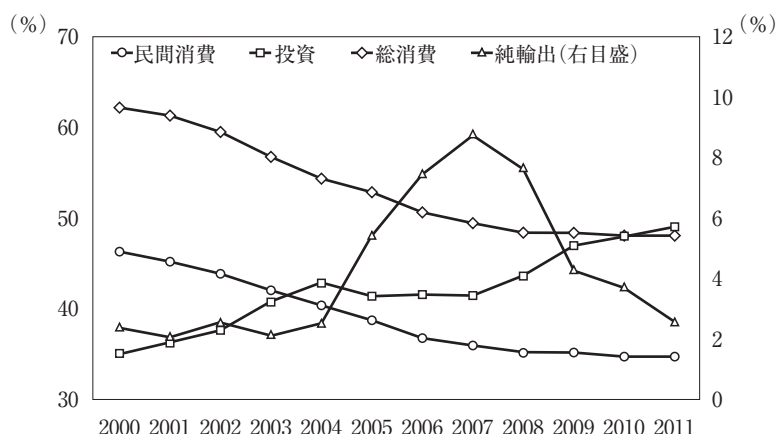
こうした現実を前に、当時中国政府は4兆元（当時の為替レートで約60兆円）の大規模経済刺激策を打ち出した。その成果として、大型公共事業と企業の設備投資が牽引する形で、10%近い二桁台の高度経済成長が続いた。

しかし、2012年に入り、流石の中国経済も大きな曲がり角に差し掛かったようである。第6図と第7図はIMFが2012年夏に発表したCountry Reportからのものである。実質GDPと物価の動きを示した第6図は、東アジア危機の影響を受けた1990年代以降、2008年世界金融危機に至るまで中国経済が正に右肩上がりで高度経済成長を疾駆してきたことを示している。危機直前



〔出所〕 IMF, *People's Republic of China, Staff Report for the 2012 Article IV Consultation*, No.12/195, July 2012, p. 5.

第6図 中国のGDP成長率と物価上昇率



[出所] 第6図と同じ、p. 6.

第7図 中国の支出面からみたGDP構成比

の成長率は実に15%であり、改めて驚くべき数字である。しかし、世界金融危機は、そうした二桁台の経済成長率を一気に一桁台に落とし込んだ。これに対し、上の大規模経済刺激策によって、経済成長率は2010年にかけて辛うじて10%台を維持できたものの、2011年末からは改めて減速傾向がはっきりとしてきた。また2008年まで、政府の物価統制策等もあって、一時期大きく下落したCPIと非食料品価格指数ではあったが、2008年まで、概ね上昇基調であった。ところが、同年の危機を契機に、物価水準は、再度大幅に下落し、その後再び反転上昇した後、2011年末から改めて下落方向に向かっている。

問題は世界金融危機以降、辛うじて二桁近辺の成長率を維持してきた経済成長の中身である。第7図は、危機以降、外需が劇的に落ち込む一方で、国内の投資が大きく伸びていることが示されている。次に対外的側面として、第1表中国の国際収支表を簡単にみておこう。2008年3600億ドルの黒字を計上していた貿易収支は、2011年には約2/3の2400億ドルにまで規模を縮小している<sup>12)</sup>。特に貿易収支についてみれば、危機を契機に輸出主導型経済は明らかに一大転換期を迎えていたことが分かる。そして驚くべきことに、2012年第Ⅱ・第Ⅲ四半期、中国の国際収支（経常収支—資本収支）黒字幅は、各々116億ドル、183億ドル水準にまで減少し、通年でみた場合、期間中初めて資本収支はマイナスの流出に転じた。内訳でいえば、直接投資は依然流入超過ではあるものの、2012年1月～7月累計（対前年同期比）でみると、件数で12.33%、金額で3.66%の減少、7月単月（対前年同月比）では、件数で7.76%、金額で8.65%の減少であった<sup>13)</sup>。また2012年以降、ネットでみた証券投資流入額は大きく減少している上

12) 'The retreat of the monster surplus, China's current-account surplus is on the verge of extinction', *The Economist*, May 26<sup>th</sup> 2012 参照。

13) 数字は商务部「2012年1-7月全国吸收外商直接投资情况」(<http://www.mofcom.gov.cn/aarticle/tongjiziliao/v/201208/20120808293118.html>←2012年9月8日アクセス)。これを資金流出入という点から早速レポートしたのがこの夏の*The Economist*誌8月4日号であった（'The balance of payments BoP until you drop; for the first time since 1998 more money leaves China than enters it', *The Economist*, Aug. 4<sup>th</sup> 2012 参照）。



第1表 中国の国際収支

(億ドル)

	2005年	2008年	2010年	2011年	2012年	2012年 I	2012年 II	2012年 III	2012年 IV
経常収支	1,324	4,206	3,054	2,017	2,138	235	537	708	458
貿易収支	1,342	3,606	2,542	2,435	3,232	219	909	1,029	1,058
輸出	7,625	14,347	15,814	19,038	20,570	4,313	5,264	5,431	5,562
輸入	6,283	10,741	13,272	16,603	17,339	4,094	4,355	4,402	4,502
サービス収支	-96	-118	-221	-552	-895	-181	-222	-297	-198
所得収支	-161	286	-259	-119	-235	173	-156	-33	-405
経常移転収支	239	432	407	253	37	25	6	8	-4
資本収支	953	401	2,869	2,211	-1,173	546	-421	-525	190
直接投資	904	1,148	1,249	1,704	1,911	489	411	385	628
流入	1,112	1,868	2,730	2,717	3,079	732	682	650	1,015
流出	208	720	872	1,012	1,168	244	270	265	389
証券投資	-47	349	240	196	478	93	111	46	228
流入	261	872	636	519	829	133	176	205	315
流出	308	524	395	323	352	40	65	159	87
その他投資	56	-1,126	724	255	-2,600	-35	-944	-956	-664
流入	3,437	7,072	8,253	10,690	9,829	2,506	2,272	2,284	2,767
流出	3,381	8,198	7,528	10,435	12,429	2,541	3,216	3,240	3,431
外貨準備	-2,506	-4,795	-4,717	-3,878	-966	-746	118	4	-347
誤差脱漏	229	188	-529	-350	-798	-50	-242	-195	-310

(注) 2012年の累計と同年第IV期の数字は、暫定数値。

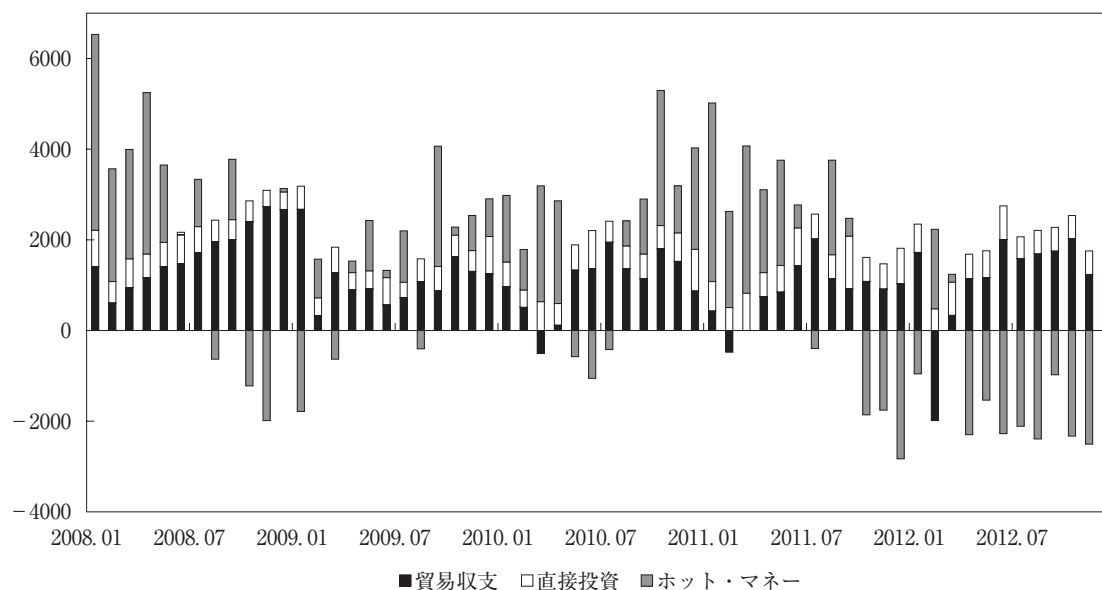
[出所] 国家外汇管理局資料により作成。

に、為替銀行経由の国際資金流出入を示すその他投資項目がマイナスの流出、また一般に流入経路が不透明で統計的に把握ができないため、投機的取引項目としても位置付けられる誤差脱漏項目も、2012年を通じて大幅な赤字＝流出を計上している<sup>14)</sup>。

こうした国際収支の動きを金融機関の外貨購入という観点でみたものが、人民銀行統計に示されている「外汇占款」—金融機関の外貨購入のことで、Position for Foreign Purchaseとして表記—である。これを示したのが第8図であり、注にも記している通り、ここでは金融機関・外汇占款の対前月増減—月次貿易収支—月次直接投資実行額＝ホット・マネーとして定義して示した。この定義にしたがってみた場合、2010年11月以降、ホット・マネーは大きく流出へと転じている。次に第9図は、ここでいうホット・マネーと人民元の対米ドル為替相場との関係を示したものである。同図によれば、ホット・マネー流入時に人民元の為替相場は上昇し、流出に転じた2011年末以降、為替相場上昇のテンポが鈍り、2012年2月の1ドル＝6.29円を最高に、以降下落に転じ、それまでのトレンドが一時逆転することさえあったこと（6月末には

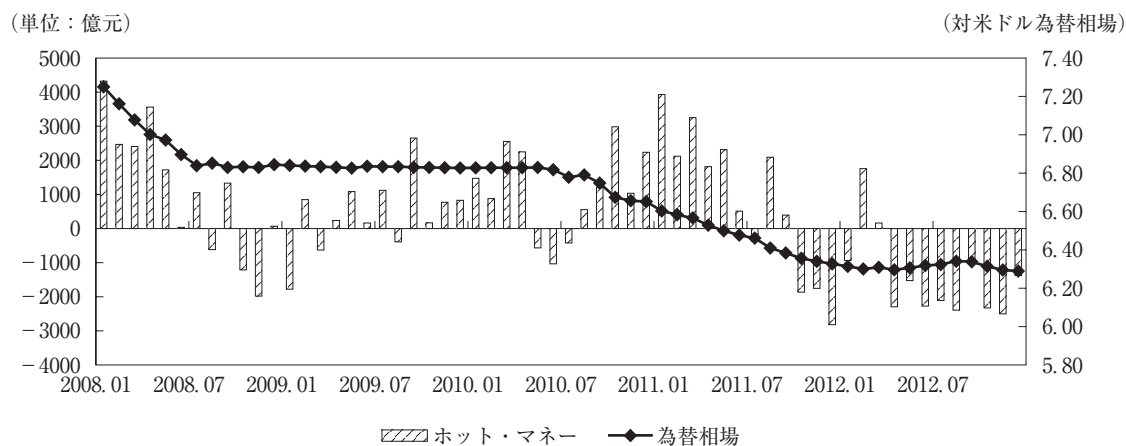
14) 'The balance of payments BoP until you drop; for the first time since 1998 more money leaves China than enters it', *The Economist*, Aug. 4<sup>th</sup> 2012も参照。

(単位：億元)



(注1) ホット・マネー＝「金融機関・外匯占款の対前月増減－月次貿易収支－月次直接投資実行額」として推計した。  
 尚、外匯占款とは金融機関の外貨購入 (Position for Foreign Purchase) のことである。  
 (注2) 貿易収支と直接投資は、米ドル建月次データに人民銀行が公表する月中平均為替相場を乗じて算出。  
 (注3) 直接投資は、銀行・保険・証券形態で流入してきた外資分を外した数字である。  
 [出所] 中国人民銀行、商務省、海關資料から筆者作成。

第8図 中国金融機関へのホットマネー流入推計



[出所] 前掲表をベースに筆者作成。

第9図 人民元為替相場とホットマネーの流出入

6.32元) が示されている。これに合わせて、この間増加の一途を辿ってきた外貨準備も2012年2月の3兆3096億ドルを最高に、5月には3兆2061億ドルにまで減少した<sup>15)</sup>。

こうして2011年後半以降、中国経済は明らかに一つの転換点を迎えるに至ったといえよう。

15) 数字は国家外匯管理局資料より (<http://www.safe.gov.cn/>←2012年9月8日アクセス)。

しかも、ユーロ危機はいつでも再燃する気配がある上、昨年末辛うじて回避できたかにみえたアメリカ経済も「財政の崖」から再び転落しそうな気配である。そうなれば中国の対EU・対米輸出も一段と減少する可能性があり、その場合、中国の対外収支は大きく変調を来たすことになるだろう。

## (2) 貿易取引のミス・インヴォイス問題と資本流出

冒頭に記した通り、本稿では、2011年後期を人民元「国際化」の画期として、それ以降の時期を第二段階として位置付けている。その第二段階として着目すべきは、輸出取引の人民元建化である。2012年6月人民銀行は、貨物輸出における人民元建て決済を認める重点監督管理企業リストを発表した<sup>16)</sup>。これにより、輸出入資格を有する企業は、輸出入取引の人民元建化が可能となった。

ところで、前掲第1表の通り、2012年、中国の国際収支の黒字幅は大きく縮小した。その要因は、経常収支黒字幅と直接投資及び証券投資の黒字幅縮小に対するその他投資項目の大幅赤字転落である。その際特に注意すべきは、資産の流出（≡資本逃避）であり、負債の減少（≡資本引き上げ）である。こうした資本流出を裏付けるかのようなレポートを、2012年夏、マーケティング調査会社「湖潤百富」はその報告書で行った。それによれば、1000万元以上を個人名義で持つ富裕層の場合、その約19%を在外資産として有し、彼ら85%が海外の高等教育機関に子供を送り、44%が自ら海外移住を計画していると記した。これを取り上げた*The Economist*の記事は<sup>17)</sup>、同じ記事の中でKar & Freitasの議論を紹介しつつ<sup>18)</sup>、大陸中国—香港・タックス・ヘヴンとしてのケイマン諸島・香港の関係について、中国の貿易取引について暴露的レポートを記している。問題は二つである。

第一に、貿易取引についてである。Kar & Freitasは、中国の対世界輸出額と世界の中国からの輸入額、中国の世界からの輸入額と世界の対中国輸出額とは、各々統計上一致しなければならないはずであるが、両者には大きな差が存在していると指摘する。こうした数字上の差は統計上の齟齬ではなく、意図的な貿易取引の送り状操作（misinvoicing）の問題であるとしている。すなわち、輸出の送り状については実際の取引額よりも過少に記載する一方で、輸入のそれについては過大に申告されているとし、これを「不法な資本逃避（illicit capital flight）」であると指摘している。その結果、外貨建輸出手取金と輸出申告額の差額分は外貨のまま海外銀行口座に隠匿され、輸入については申告額にしたがって入手した外貨建為替手形が仕向け地に送られた後、外為額面金額と実際の支払額との差額分が同じく海外銀行口座に隠匿される。

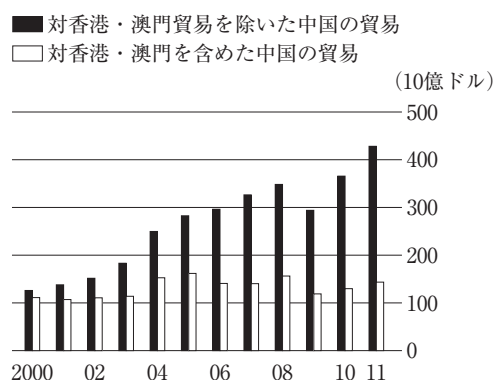
16) 中国人民銀行「出口貸物貿易人民币结算企业重点监管名单确定 跨境贸易人民币结算业务全面铺开」2012年6月12日。

17) 'The flight of the renminbi, Economic repression at home is causing more Chinese money to vote with its feet,' *The Economist*, Oct 27th 2012.

18) Kar, Dev & Freitas, Sarah, *Illicit Financial Flows from China and the Role of Trade Misinvoicing*, Global Financial Integrity, Oct. 2012を参照。

第二に、第10図に示される通り、中国の貿易取引として香港・澳門を含める場合と含めない場合とでは、後者の含めない場合の方が、上の輸出入金額の齟齬が大きいということである。含めない場合とは、中国と香港・澳門とを境外扱いとするので、対香港・澳門分も含む全世界向け貿易取引となる。他方、含める場合とは、香港・澳門を中国境内扱いとするから、対香港・澳門分の貿易取引は含まないことになる。したがって、含む・含まない双方の差額分は、香港・澳門を貿易取引の中間経由地とした取引となつて、両地域が中国の再輸出取引や保税地等としていかに重要な役割を担っているかを示すものである。そうした香港・澳門所在商業銀行に貿易決済勘定が置かれており、その一部がオフショア人民元預金勘定であるとすれば、2009年に始まった輸入先行型貿易取引の人民元建化の意義とここで話が繋がろう。すなわち、人民元建輸入取引については、実際の取引額よりも大目に申告し、L/Cを取引先銀行に発行させて、CNHとCNY間の差益を狙った為替取引に向ける。これに輸出取引までもが人民元建となれば、人民元高の時機を見計らって、人民元建輸出手取り金を香港CNH市場で適宜米ドルに転換させることができるようになる。正に「不法な資本逃避」であり、いかにも中国的‘misinvoicing’の手法といわざるをえない。

少し取りまとめてみよう。中国がこれまで採った一連の貿易取引の人民元建化の順序については、筆者も含め、必ずしも説得的な説明論理が構築できた訳でないと考えられる。例えば、人民元建輸入取引先行型の措置を講じた場合、上海CNY市場には米ドル建が主である輸取引に伴い、ドル売・人民元買だけが為替市場に現れて、対米ドル人民元為替相場の上昇圧力が一方的に加わることになる。しかし、そのことによって、上海CNY相場に引きずられる形で、香港CNH相場も上昇してCNY相場よりも有利に米ドルを得ることができるし、NDF市場では米ドル先物売の差金決済で利益を狙うことも可能となる。他方、約三年遅れて始まった輸取引の人民元建化についても、輸出手取り金を香港所在銀行預金口座に置き、これを上海CNY市場よりも有利な香港CNH市場で売却して米ドルに換えれば、資本逃避への道が敷かれるこ



(原資料) Global Financial Integrity

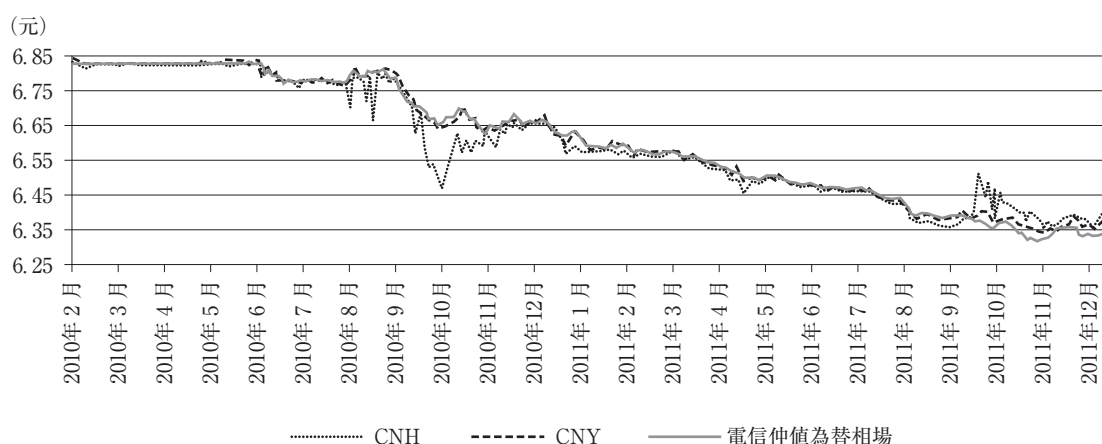
[出所] 'The flight of the renminbi, Economic repression at home is causing more Chinese money to vote with its feet', *The Economist*, Oct 27th 2012.

第10図 中国の対外貿易における香港・澳門の位置



とになろう。要するに、人民元高は中国・輸出入企業にとって、為替差益の得る機会を広げるのである。

こうして、いまや人民元建貿易取引が、輸入取引だけでなく、輸出取引にまで広がることになり、オフショア市場としての香港の人民元供給は格段と量的に増えることになった。他方、これまで先高観の一本調子だけで進んできた人民元為替相場が、2011年末以降調整局面を迎え、2012年6月ともなると前月比で実際にも下落することになった。これにより、中国内で人民元建資産を有する非居住者、オフショアたる香港所在所業銀行に人民元建預金を有する香港登録法人企業・個人、人民元建債券＝点心債保有の非居住者、総ての関係者が巨額の為替リスクを被ることになった。また、NDF市場で人民元の一段の先高を予想し、米ドルの先物売（人民元の先物買）をしていた取引者も、同じく為替リスクを被ることになった。実際、前掲第3図に示されている通り、NDF相場は2011年後半以降CNYよりも弱含みで推移することになった。そこで関係者はNDFでの損失を埋め合わせるべく、CNHで直物のドル買・人民元売に走るようになった。その結果、第11図に示される通り、2011年末CNHもまたCNYよりも一時弱含みで推移することになった。



[出所] 国家外汇管理局国际收支分析小组『2011年中国国际收支报告』、37頁。

第11図 2010年—2011年 オフショア市場とオンショア市場における人民元対米ドル為替相場の動き

こうしたことを背景に、2012年7月香港CNH市場での先渡為替取引が認可され、同年9月より取引が開始された。それと共に、NDF市場の役割は急速に萎んで行くことになった。

### (3) 人民元「国際化」の次なる段階への道

さて、人民元為替相場下落とその影響は、中国の関係当局に大きな衝撃を与えたようである。そのためか、2012年以降、人民銀行は改めて「国際化」策を相次いで打ち出してきた。例えば次の通りである。

5月 上海CNY人民元とユーロ、英ポンド、シンガポール・ドル、香港ドル、カナダ・ドル、

メキシコ・ペソの6通貨とのクロス取引開始

6月 人民幣と日本円との直接交換開始<sup>19)</sup>

8月 香港所在商業銀行での非居住者向け人民幣預金・貸出、為替業務の開始（上限額なし）<sup>20)</sup>

これら一連の施策は、人民幣の為替市場における利便性を高め、香港におけるオフショア人民幣建預金の再活性化を目的としたものといえよう。しかも、2011年1900億人民幣であった点心債発行が、2012年には2250億人民幣にまで増大したことには注意したい。つまり、上に記した「還流」は一段と進んで気いること、加えて今や非居住者向けの人民幣貸付・為替決済が認められたことから、香港・点心債市場経由で、大陸企業の資金・財務面でのリスクは世界中に転嫁されていることに留意せねばならない。RQFIIの認可、QFII上限枠の拡大等、グローバルに展開する投資銀行が、世界の機関投資家向けに投資信託方式で公募する一連の人民幣建証券投資もまた、この延長線上にある。しかも、2013年2月、台湾で中国銀行（台北）を決済銀行とする人民幣と台湾ドルとの直接取引が始まったし（台湾海峡兩岸貨幣決済協力覚書）、同月半ばにはシンガポールでも中国工商銀行（シンガポール）を決済銀行とするオフショア人民幣取引の開始計画が発表された。

かくて、東アジア地域に進出した四大国有銀行の現地法人は、人民幣建取引の決済銀行としての役割を担う一方で、人民銀行と各中央銀行との間のスワップ協定によって貸与される人民幣建流動性は、現地人民幣建オフショア金融市場の流動性調整弁、或いは緊急時における人民幣の「最後の貸し手」基金としての役割を担うことになるだろう。こうして、東アジア地域に創設される人民幣建オフショア市場を通じ、今後人民幣は、地域的な国際決済通貨としての機能を高めて行くことになることが十分に予想される。

#### IV おわりに

もっとも、こうした人民幣「国際化」の取り組みは、当面CNY人民幣為替相場の高止まり安定化を前提にしているといえよう。つまり人民幣保有による為替差益が広く均霑することで、非居住者には初めて人民幣保有動機が働くのである。これに対し、人民幣「国際化」策が中国

19) 2012年段階までをみると、人民幣と日本円との直接交換とはいえ、その発展には大きな制約があるように考えられる。というのも、上海市場の外為取引は、人民幣—米ドル中心であり、その変動幅は人民銀行が日々発表する基準値から対米ドル±1%、日本円も含むその他通貨に対しては±3%に限られていたため、人民幣—日本円の為替変動リスクに対するヘッジ取引には、相場変動の許容幅という点で自ずと限界があった。他方、東京市場の外為取引も、日本円—米ドル中心であり、邦銀の場合、為替変動リスクに対するヘッジ取引は、香港のNDF市場或いはCNH市場での人民幣—米ドル相場と米ドル—日本円相場の二つの相場をみながら行われている。こうしたことから、人民幣と日本円との直接交換とはいっても、今後の先行きについても大きくは望めない。これを打開するには、東京市場に香港型の中国系決済銀行を誘致し、日本銀行と人民銀行との間で大規模なスワップ協定を締結することであろうが、我が国の国際通貨金融戦略として、そうした政策を直ちに導入することは難しいかと考える。

20) HKMA, Personal renminbi (RMB) business relating to non-Hong Kong residents, 25 July 2012.

国内からの資本流出の抜け道として利用され、人民元為替相場の高止まり安定化が輸出主導工業化路線を疾駆してきた中国のマクロ経済不均衡問題を一層深刻化させてしまうことになれば、恐らくは人民元「国際化」策も早晚失敗に帰そう。だからこそ中国は、こうした事態を回避すべく、次々と人民元「国際化」策を今後も打ち出さざるを得ないのである。もっとも、中国が本格的な国際的金融資本取引及び為替取引の自由化に踏み切ったところで、1997年東アジア危機の再現を招かないとも限らない。

2008年アメリカ発世界金融危機に直面し、国内経済の建て直しを供給サイドへの挺入れで乗り切ってきた中国であるが、さて巨大な生産設備を抱えて、内需主導型経済へ転換できるかどうか。人民元「国際化」も、ひとえに今後の中国経済の先行きにかかっているといえよう。